



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2012

Vom Risikoprofil zum Anlagemix

Hens, Thorsten

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-63269>

Newspaper Article

Published Version

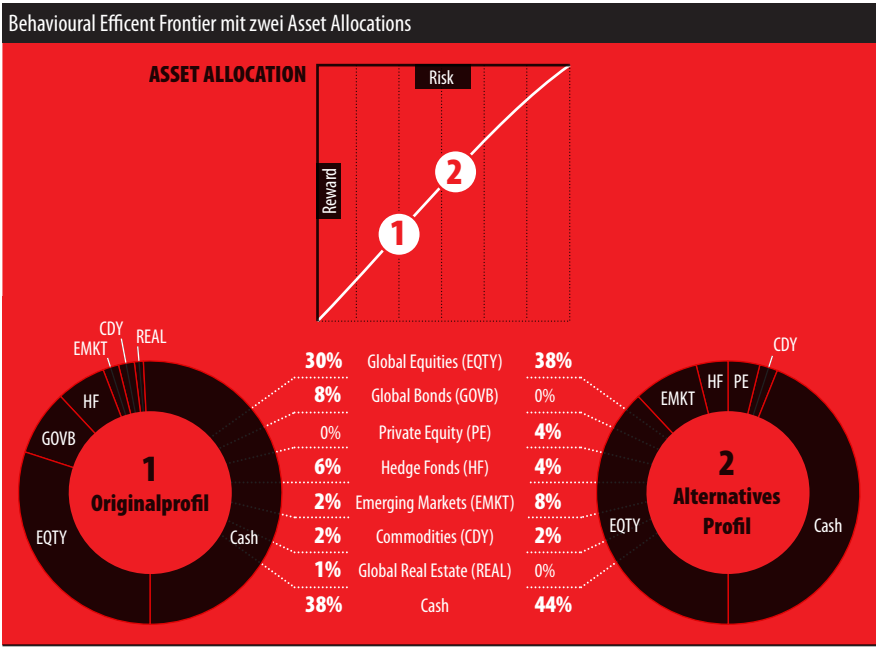
Originally published at:

Hens, Thorsten. Vom Risikoprofil zum Anlagemix. In: Finanz und Wirtschaft, 47, 13 June 2012, 16.

Vom Risikoprofil zum Anlagemix

Serie (Teil 3b) – Individuelles Portfolio die beste Lösung – Differenzierte Analyse und interaktive Tools helfen beim Entscheid

Das individuelle Portfolio



Performance-Szenarien



Ein wesentlicher Teil der Anlageberatung ist, das passende Risikoprofil des Kunden zu ermitteln. Der Bestimmung des Risikotyps war der Beitrag vor einer Woche gewidmet (vgl. FuW Nr. 45 vom 6. Juni). Die Bestimmung basiert in den meisten Fällen auf einem formalisierten Fragebogen (Risikoprofiler), der wiederum Ausgangspunkt für die strategische Asset Allocation (SAA) ist.

Sind die Investitionsziele, die finanziellen Verpflichtungen und die Risiko- respektive (nach der Lehre der Behavioural Finance) die Verlusttoleranz ermittelt, stellt sich die Frage, wie all diese Informationen zu einem optimalen Anlagemix führen. Dieser Schritt wird in der Praxis leider nur oberflächlich behandelt. Weit verbreitet sind Scoring-Methoden, die jeder Antwort im Risikoprofiler eine Gewichtung (Score) zuordnen, die dann addiert wird. Verschiedene der aufwendig erhobenen Informationen gehen so verloren, weil sie nur grob auf einer Skala (zum Beispiel von null bis zehn) abgebildet werden. Jedoch ist dieser Weg für die Bank sehr bequem, kann sie die Resultate doch einfach einem Musterportefeuille zuordnen.

Die Prospekttheorie

Fundierter ist die Auswertung der Kundenbefragung mit einem Entscheidungsmodell. Anhand der Antworten werden Parameterwerte einer Zielfunktion und ihrer Restriktionen bestimmt und auf

einem Datensatz von Renditen optimiert. Das zentrale Entscheidungsmodell der Behavioural Finance ist die Prospekttheorie von Daniel Kahneman und Amos Tversky. Kahneman wurde dafür 2002 mit dem Wirtschaftsnobelpreis ausgezeichnet (vgl. FuW Nr. 39 vom 16. Mai). Sie geht von den Zielen des Anlegers aus und nimmt Rücksicht darauf, wenn er unter keinen Umständen Verluste erleiden will und dem mehr Gewicht einräumt als der Gewinnmaximierung. Überhaupt: Wer Verluste minimiert, fährt auf Dauer besser als der Gesamtmarkt.

Szenarien durchspielen

In einem Aufsatz zeigen Enrico De Giorgi, Janos Mayer und ich, dass die Prospekttheorie mathematisch so niedergeschrieben werden kann, dass sie als Spezialfall das Standardportfoliomodell der traditionellen Finanzökonomie – das Mittelwert-Standardabweichungs-Kalkül von Harry Markowitz – enthält. Somit geht mit der Prospekttheorie nichts gegenüber dem traditionellen Ansatz verloren, im Gegenteil. Die Entscheide können nur besser werden, oder anders gesagt: Die auf Volatilität basierende Efficient Frontier von Markowitz sollte durch eine Behavioural Efficient Frontier basierend auf der Prospekttheorie ersetzt werden.

Sie erlaubt es auch, ein Rendite-Risikodiagramm zu definieren, mit dem der Trade-off, das Angebot, kommuniziert

werden kann, das der Finanzmarkt dem Investor bietet. Die Grafik oben zeigt, wie die Behavioral Efficient Frontier gemäss De Giorgi, Hens und Mayer zu diesem Resultat kommt. «Reward» ist der Nutzen, der aus den Gewinnen, «Risk» der Frust, der durch die Verluste entsteht. Die Behavioural Efficient Frontier bestimmt zu jedem Reward eine Asset Allocation, die das kleinste mögliche Risiko birgt, hier dargestellt an zwei unterschiedlichen Portfoliomixen links. Nimmt man die Verlusttoleranz auf der Kurve zurück, entsteht das Portfolio rechts.

Die untere Grafik «Performanceszenarien» stellt die zeitlichen Renditeverläufe eines vorgeschlagenen Portfolios in verschiedenen Marktszenarien dar, wie sie in den zwei vergangenen wechselvollen Jahrzehnten Tatsache waren. Das gewählte Portfolio verfolgt in allen Marktlagen einen mittleren Weg zwischen den Extremen volles Risiko mit 100% Aktien und kein Risiko mit 100% Cash. Das hat zur Folge, dass es in einem fallenden Markt weniger Verlust erleidet als die Aktien, jedoch in einem steigenden oder einem normalen Markt hinter sie zurückfällt. In jedem Fall verläuft es ruhiger als eine 100%ige Aktienanlage, aber auch nicht so langweilig wie ein reines Cash-Portfolio.

Sehr wichtig ist, dass die vorgeschlagene Asset Allocation keine Anweisung oder ein Befehl, sondern nur ein Diskussionsvorschlag ist. Ein interaktiver Risikoprofiler erlaubt es jederzeit, auch andere

Vermögensaufteilungen anzusehen und auf die zu Beginn gestellten Fragen zurückzugreifen, sodass man versteht, welche Antwort zu welcher Veränderung in der Asset Allocation führt.

Quelle des Erfolgs

Schliesslich ist zu berücksichtigen, dass der Kunde den vorgeschlagene Anlagemix überschauen und vielleicht mit anderen Personen noch diskutieren will. Er sollte deshalb eine Dokumentation mit dem gesamten Ablauf überreicht bekommen.

Die auf dem beschriebenen Weg ermittelte strategische Asset Allocation (SAA) ist die Quelle des Anlageerfolgs. Es gibt aber keine Lösung, die zu allen Investoren gleichermaßen passt. Aber Risikoprofiler

sind für eine individuelle und optimale Lösung eine wichtige Entscheidungshilfe. Leider gibt es keine Qualitätskontrolle für Risikoprofiler, und in vielen Fällen versteht man erst im Laufe des Investitionsprozesses, dass sie ihr Ziel verfehlen.

Einen wissenschaftlich entwickelten Risikoprofiler, der sich in der Praxis bewährt hat, findet man bei Behavioural Finance Solutions (BhFS), einem Spin-off-Unternehmen der Universität Zürich. Ein Login zum BhFS-Tool gibt es via E-Mail an die Adresse fuw@bhfs.ch.

Thorsten Hens ist Swiss-Finance-Institute-Professor, Leiter des Instituts für Banking und Finance an der Universität Zürich und Partner von Behavioural Finance Solutions (BhFS).

Mit dem Risikomonitor navigieren

Die für den Investor **optimale Anlagestrategie** muss fortwährend überprüft und gegebenenfalls revidiert werden. Im Laufe der Zeit kann sich die Risikofähigkeit des Anlegers aus zwei Gründen stark ändern: Gewinne und Verluste am Finanzmarkt beeinflussen sein **Vermögen**, und persönliche Ereignisse wie Heirat, Geburt von Kindern, Scheidung und Pensionierung verändern seine **Verpflichtungen**.

Die fortwährende Kontrolle der Angemessenheit der einmal gewählten Strategie

leistet ein sog. **Risikomonitor**. Er stellt dar, welche Verpflichtungen und Wünsche sich der Investor mit seinem Vermögen **heute** leisten kann und welche er voraussichtlich **in Zukunft** hat. Er liefert somit wertvolle Signale, die Anlagestrategie zu überprüfen.

Der Risikomonitor sollte auf **langfristigen Renditeerwartungen** basieren und eine gewisse Toleranz gegenüber den Marktschwankungen einplanen, damit er nicht zu unnötigem, riskantem und teurem Aktionismus im Portfolio führt.

HE



Die Serie im Überblick

Würden sich Anleger rein rational verhalten, wären die Finanzmärkte effizient oder zumindest weniger schwankungsanfällig als in den letzten Jahren. Dass für die Preisbildung **die Psychologie** eine wichtige Rolle spielt, ist kein Geheimnis und ist wohl allen Anlegern aus eigener Erfahrung bekannt. Aber ihr Einfluss wird oft unterschätzt oder missverstanden. Die FuW zeigt in einer wöchentlichen Serie, was die Psychologie bewirkt und wie man ihre Bedeutung in der Kapitalanlage nutzen kann. Autor ist **Prof. Thorsten Hens**. Er erforscht das Anlegerverhalten und das Funktionieren der Märkte unter evolutionstheoretischen, psychologischen und neurologischen Gesichtspunkten. Im Bereich der **Evolutionary und der Behavioural Finance** gehört er zu den führenden Wissenschaftlern. Bereits erschienen sind: **Einführung** (FuW Nr. 39 vom 16. Mai), **Behavioural Biases** (41/23. Mai), **Kultur und Anlegerverhalten** (43/30. Mai), **Welcher Risikotyp bin ich?** (Teil 3a, 45/6. Juni). Es folgen:

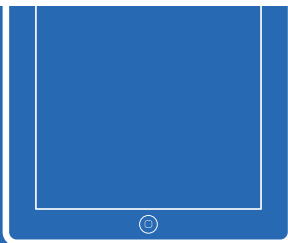
Teil 4: Neurofinance – was Investoren von der Hirnforschung lernen können.

Teil 5: Die Medien und der Finanzmarkt – ausgleichend oder aufschaukelnd?

Teil 6: Marktanomalien und die Frage: Value oder Momentum?

Anzeige

AB HEUTE TAGESAKTUELL.



fuw.ch

